

<提言>—震災ファイナンスに民間資金の活用を

加藤 進弘（リスク・フロンティア）

東日本大震災の損害額は当面 16兆円～25兆円（このうち9兆円～16兆円は民間企業設備の毀損額）ともいわれ、原発被害を加えれば我が国の国家予算規模に膨らむ可能性もある。震災以前からの厳しい財政状況のうえに、更なる財政赤字の拡大ひいては財政破綻をもたらす懸念さえある。財政規律の喪失に歯止めがかからないと、国際投機筋に日本国債を売り浴びせられ金利が高騰する可能性があることは、震災直後に円が一時的に急騰した際の思惑行動からも窺える。また、次に来る大災害へのリスクマネジメントも忘れてはならない。そこでインフラ整備に公共債一本槍から脱却する各種の仕組み及び二重ローン問題や雇用創出支援へ民間資金を活用するアイデア、更に公共債務を財政として捉えるのではなく金融として捉えるパブリック・ファイナンスの具体策について提言する。ポイントは各自治体がバラバラに投資や施策を行うのではなく、東日本復興基金のような全体を包含する組織を設置して、復興計画の全体像の中で財源の効率的な運用デザインを描くことである。そのためには不良資産処理時の産業再生機構でみられたように、ファイナンスのノウハウを持つ人材を集め、必要な法律や会計・税務の改正を行っていくことが必要となる。

1、欠かせない民間資金の活用

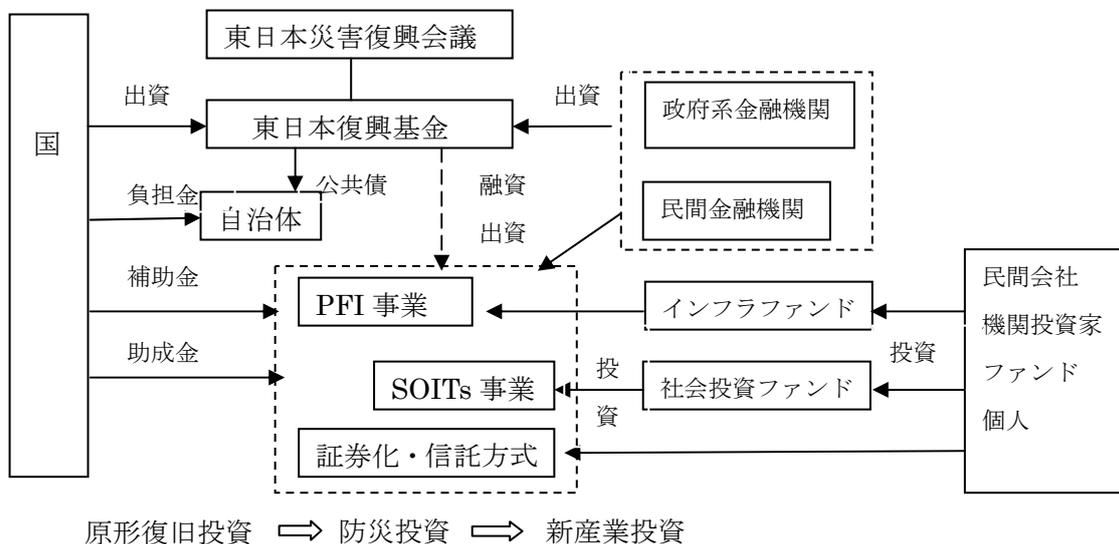
東日本大震災の復興が極力財政負担の小さい形で行われるためには、民間の資金と知恵をうまく使う枠組みを作ることが不可欠である。阪神大震災以降、事業再生や事業創出分野をはじめファイナンスの活用方法は多様に開発されてきた。これらの成果を応用しながら民間資金を活用する様々な仕組み作りが考えられる。膨大な個人金融資産や年金資産の1%が使われるだけでも、国債発行の縮減を図れるだけでなく、返済財源手当てとしての増税もその分圧縮が可能となる。

(1) インフラの復旧・復興で公共債一本槍からの脱却

復興財源を考えるに当たっては従来の公共債発行一本槍の財政運営を改めねばならない。激甚災害法の適用下においては、インフラの原形復旧を目的とする公共債の発行をすると、その返済財源はほぼ100%近く国から負担金が交付される。従ってスピーディなインフラ復旧が求められる被災自治体が公共債に依存するのは自然な対応である。しかし災害復旧や復興のためのインフラ投資は原形復旧に留まらず、防災投資を組み込んだり、新しい産業を構築するためのインフラ投資も必要となる。このような投資支出の中には、投資収益を回収できるものもあり、図1に示すPFIやSOITs事業に見られようにインフラファンドや社会投資ファンド或いは証券化や信託方式を通じた民間からの借り入れや出資の受け入れが可能ケースも多々あろう。また投資収益が民間レベルの基準に合わない場合でも、そ

ここに政府保証や利子補給ならびに税制の優遇或いは環境支援策を付与すれば、民間資金を活用できる余地ができ財政負担を大きく減じることができる。

図1 インフラの構築に民間資金を活用する仕組み



① PFI/PPP やインフラファンドの活用

従来 PFI/PPP は小規模でハコものが主流であったが、本年4月に改正された PFI 法では公共施設の整備の際には先ず PFI 手法での整備を検討することとされ、大規模事業や運営重視の PFI/PPP での取り組みを促している。農業分野では既に農業集落排水施設（埼玉県加須市）に PFI 手法が採り入れられているように、これまで PFI になじみのなかった農業分野や漁業分野においても既存の補助金や助成金を梃子に PFI/PPP 手法の活用が期待されている。更に CO₂ 排出権取引や環境支払いなどの環境支援策を組み込んだ PFI/PPP の開発も可能であろう。

また、インフラファンドは PFI/PPP や民営化プロジェクトにエクイティ（株式）投資という形でリスクマネーを出す存在として位置付けられている。長期的なコミットが求められる PFI/PPP という事業と、年金基金という長期・安定の投資機会を求めるプレーヤーの志向が合致した結果生み出されたもので、我が国でも近年注目されている。学校や病院・庁舎・その他公共建築物などの社会的インフラやガス・都市交通・有料道路・空港などの経済インフラ事業が PFI/PPP として事業化される際には、国内外の機関投資家や個人投資家など多様な投資家が、その事業にどのような商品性やリスク分担を望んでいるのかを把握し、そのうえで、インフラファンドをデザインしていくかがポイントとなる。既に、がれきによる防潮堤建造についてインフラファンドを組み込んだ PFI/PPP 事業が提案（日本 PFI・PPP 協会）されている。

② 社会投資税額控除を活用した社会投資ファンドの創設

上記のインフラファンドの対象となる投資はその収益率（私的収益率）が一般の投資水準に達するよう設計することが要件であり、投資収益率が低いものは対象外として除外されてしまう。このため、私的収益性の低いインフラ投資に対しては、社会的有用性（社会的収益）を考慮した「社会投資ファンド」（SOITs: Socially-Oriented Investment Trusts（注））の創設が必要となる。マイクロタービン、燃料電池の大量購入（リース）やバイオガスのリサイクル設備の購入（リース）等最先端技術を体化した代替エネルギー分野や地域拠点医療施設整備、廃校になった校舎の活用プロジェクト等、新しい社会インフラを形成するものが対象となる。

社会投資ファンドは、募った資金で資本ストックを購入し、それをリースしてリース料を投資家に還元すべく、「“社会投資税額控除”権利付証券」として投資家に販売される。社会投資税額控除は社会投資ファンドの私的収益率が他の投資証券に比べて低いことから生じるキャピタルロスに対応するよう地域再生税制（地域再生法により位置付けられている－2005年）の活用等が検討されている。

注 「社会投資ファンド」の発想は西村清彦氏によるもので、我が国の長期間に及ぶ深刻な経済の停滞が続いた原因は民間投資の収益性の低さにあるとして、従来型の国内総需要喚起策で対処するのは困難であるとしたところからスタートしている。発想を転換し、今まで議論に欠けていた投資の外部性の評価（社期的収益）に目を向ける必要があるとして、21世紀を見据えた国家のシステムデザインとなるよう「社会投資ファンド」の創設が提唱されている。

③ 冠水土地の買い上げと開発のための証券化（含む信託方式）

東日本大震災では地震による地盤沈下で水没しているため使えなくなった土地や、津波により海水をかぶり塩害のため耕作をあきらめた農地が出現したため、国や自治体による買取措置が求められている。また、防災の観点から高台に新しく住宅街を建設するため、丘陵地を確保する必要性に迫られている。これらのニーズに応えるため、不動産の証券化や信託方式が有効である。市街地の土地について商業施設としての開発や集約化農地のリース、或いは高台住宅地の開発等キャッシュフローを生み出すことができれば、証券化や信託方式にて投資家の資金を導入することが可能となる。なお、信託方式の場合には、地権者の権利を受益権の形で残すことが可能なので、売却方式の証券化よりも地権者の合意が得られやすいというメリットもあり、多様な選択肢与えるをメニューを用意する必要がある。

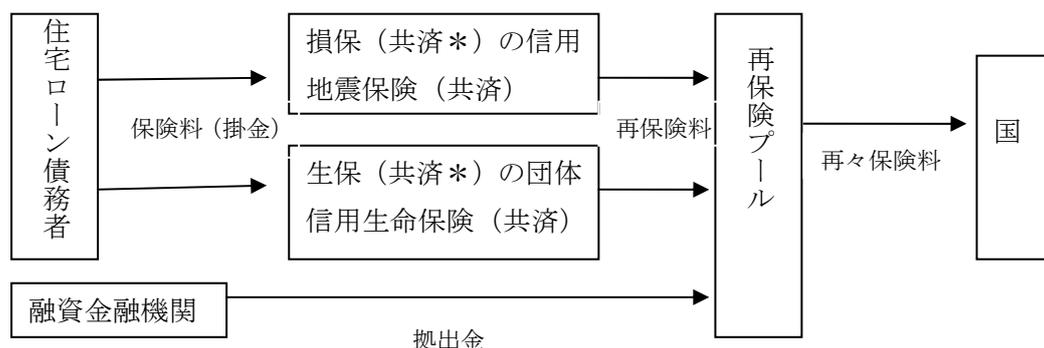
（2）二重ローンに対処する信用地震保険（共済）制度の創設

返済中の住宅が地震や津波で全壊するなどして住めなくなり、新たに住宅を買おうと「二重ローン」が問題が生ずる。阪神淡路大震災の3年後、被災者の7人に1人が震災前から返済中のローンに加えて新たな住宅ローンや修繕費用などで二重ローンを抱える経験をしているとの調査もある。阪神淡路大震災では利子補給のための基金が設立されたが、あく

まで利子補給どまりであり、今日まで未解決のまま二重ローンの重荷に耐えきれず破産等に及ぶケースもある。東日本大震災の被災者も同じ問題をこれから抱えることとなり、金融庁では返済猶予や金利の減免を金融機関に求めている。

災害で何もかも喪失してしまったにもかかわらず、住宅ローン債務だけは厳然と残り今後も支払っていかねばならない苦難を取り除くには、債務免除措置が必要になる。一方で、借金をしないで住宅を建造した被災者や保険料を支払って地震保険に加入してきた被災者とのバランスを考慮することも必要であろう。そこで二重住宅ローンのうち被災前の住宅ローンを免除とする措置を講ずると同時に、被災後の住宅ローンについては図2に示す強制加入の信用住宅地震保険（共済）制度を創設することを提案する。その設計に当たっては、現行の地震保険（共済）制度とは区分したうえで国が再々保険者となり、住宅ローン借入の際に加入する団体信用生命保険（共済）と共に再保険プールを組成するスキームが考えられる。同時に信用地震保険（共済）により弁済を受ける金融機関もこの再保険プールに対して拠出を行い、制度の健全化を図ることも必要であろう。なお、この場合注意すべきは、保険によるモラルハザードを防止する観点から、防災力の高い住宅建設を促進するためのインセンティブを保険料（掛金）体系の中に組み込む工夫が必要である。

図2 二重ローン回避する信用住宅地震保険（共済）の仕組み



* 共済についてはJA共済、農業共済等の各種共済組合の火災共済に係る地震特約や生命共済に係る団体信用生命共済を想定している。

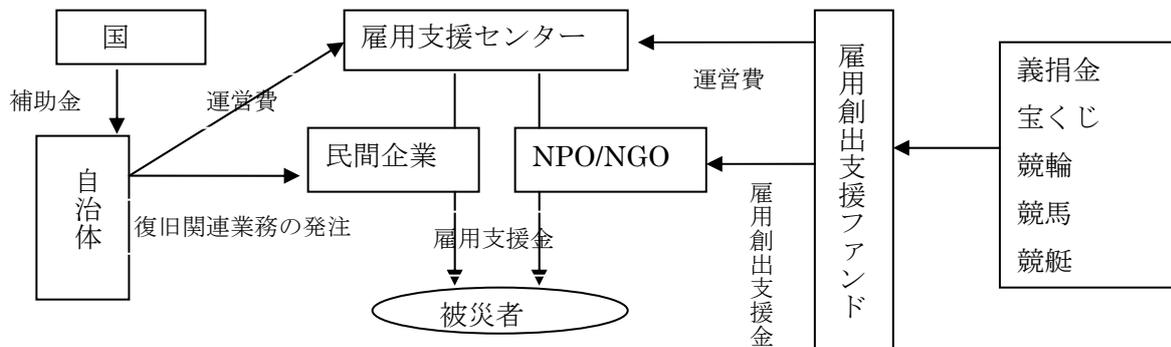
また、津波によりローンで購入した農業機械・トラクターや漁具・漁業施設が甚大な被害を受け、復興のためにはやはり「二重ローン」問題を抱えることになるので、農業者・漁業者の二重設備ローンを回避する同様なスキームが考えられる。現行の農業共済（農機具共済）や漁業共済の地震・津波リスクをベースに、ローン保証を行う農林漁業信用基金や融資金融機関が国と共に再保険プールを構成する「信用設備地震保険（共済）」スキームである。

(3) 被災者の雇用創出を支援するファンド（キャッシュ・フォー・ワーク・ファンド）にギャンブル資金の活用を

キャッシュ・フォー・ワーク（cash for work）は、災害地等において被災者を復興事業

に雇用して賃金を支払うことで、被災地の円滑な経済復興と被災者の自立支援につなげる国際協力の手法である。2004年のインドネシアのスマトラ島沖地震津波等で実施され、大災害における被災者支援と経済復興手法として多くの実績を上げたと言われており、東日本大震災では我が国の実情に合わせた提案（永松伸吾氏の私案）がなされている。義捐金を元手に被災者に一時的な雇用機会を確保し、最低限の収入を維持しながら、地域経済の自立的な復興を支援することが目的とされている。雇用創出支援ファンドの義捐金として、宝くじや競輪・競馬・競艇などのギャンブル資金の提供が望まれる。宝くじの場合は阪神・淡路大震災、中越大震災に続き、戦後の草創期を除くと3例目の「東日本大震災復興宝くじ」が発売される予定である（発売額300億円で収益金は5割の予定）。競馬でも多くの東日本復興支援競走が開催され、それぞれの売得金のうちから義捐金が予定されている。このようなギャンブル資金が図3のように被災者の雇用創出支援ファンドに充当される仕組み作りが期待される。

図3 被災者の雇用創出支援金の仕組み



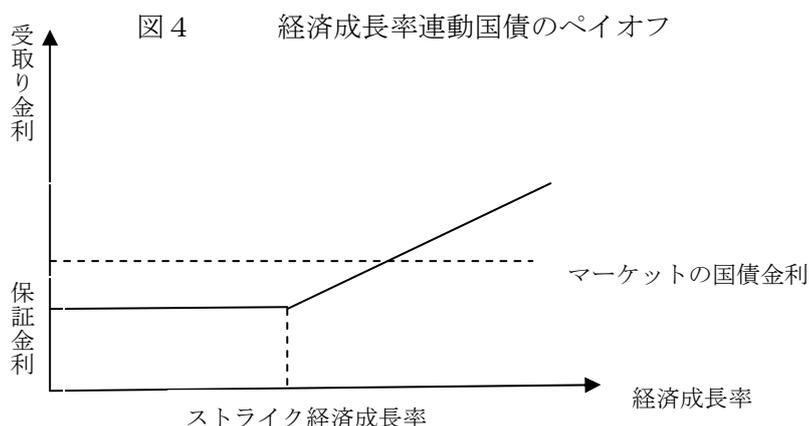
2、パブリック・ファイナンスの考え方の導入

中央政府の債務924兆円と地方自治体の借入金が200兆円を合わせると既に公共の債務がGDPの2.5倍の巨額にのぼっている。今や財政改革と社会保障改革に加え災害復興を同時に考えねばならない時である。そのためには公共の債務を「財政」としてだけでなく「金融」（パブリック・ファイナンス）として捉えることが必要である。東日本大震災を機に、疲弊した日本経済の再構築と国債や地方債の暴落 X-day に備えた両睨み戦略として、次のような手法を導入し国や地方公共団体の資金調達多様化を図っていく必要に迫られている。

(1) 利払いを経済成長率に応じる GDP 連動国債の導入

安定的な電力の供給を支えてきた原子力発電の甚大な事故を受けたエネルギー不足は、我が国経済のGDPマクロ指標を押し下げるとされている。一時的には復興需要が見込まれるものの、ものづくりへの多大な影響からGDPの長期的な低迷は避けられそうもない。この場合、税収の落ち込みにより財政の更なる悪化を招く懸念があるので、リスクマネジメントの観点から政府は国債の利払いを低下させる措置を講じておくことが望ましい。この

ための措置として参考になるのが R・シラー教授がかねてより提唱してきた GDP 連動国債の導入である（竹田陽介氏も最近言及している）。図 4 に示すように GDP 成長率が低い場合の利払いは低く設定され、GDP 成長率がトリガーを超えると利払いが多くなる方式である。1990 年代にブルガリアやボスニア・ヘルツェゴビナ或いは 2005 年にアルゼンチンで実施されている。未曾有の財政赤字を抱える我が国が大震災の復興財源として GDP 連動国債を発行し、我が国の復興に向けた強い意思を内外の投資家に示すことの意義は大きい。



(2) 複数の自治体への貸出債権（地方債）を裏付けとした証券化商品の導入

東日本大震災の被災自治体は多額の資金調達を迫られており、その資金ニーズは地元の金融機関の資金負担力を超える可能性が高い。そこで、複数の自治体の貸出債権（地方債）を裏付けとした証券化により、内外の金融機関や投資家に販売する道を開くことを提案するものである（図 5）。地元の金融機関にとって自治体への既存債権をオフバランス化し追加資金ニーズに応える余力を作ることは、自治体と金融機関双方にとって合理的な選択となる。地方財政健全化法の全面施行（2009/4）を前に全国銀行協会の金融調査研究会では、自治体の外部資金調達のあり方について政策提言（2008/2）を行っている。その中で、公募地方債のみならず市場型間接金融のシンジケートローンの活用や自治体向け貸出し債権の売買と共に、複数の自治体への貸出し債権を裏付けとした証券化商品の発行について言及されているところでもある。

図 5 複数自治体への債権を裏付けとした証券化の仕組み

